

不動産市場の構造と価格形成に関する分析

著者	小林 秀二
内容記述	筑波大学博士（経営学）学位論文・平成23年10月31日授与（甲第5924号）
発行年	2011
URL	http://hdl.handle.net/2241/117730

[49]

氏 名 (本籍)	小 ^こ 林 ^{ばやし} 秀 ^{ひで} 二 ^じ (山 梨 県)			
学 位 の 種 類	博 士 (経 営 学)			
学 位 記 番 号	博 甲 第 5924 号			
学位授与年月日	平成 23 年 10 月 31 日			
学位授与の要件	学位規則第 4 条第 1 項該当			
審 査 研 究 科	ビジネス科学研究科			
学 位 論 文 題 目	不動産市場の構造と価格形成に関する分析			
主	査	筑波大学准教授	博士 (工学)	山 田 雄 二
副	査	筑波大学教授	工学博士	椿 広 計
副	査	筑波大学教授	博士 (工学)	猿 渡 康 文
副	査	筑波大学教授	博士 (理学)	牧 本 直 樹
副	査	中央大学准教授	博士 (工学)	石 島 博

論 文 の 内 容 の 要 旨

近年、金融市場における自由化と多様化の動きが加速し、不動産を含む非伝統的金融資産をも投資対象として、投資家のポートフォリオの一部に組み入れることが注目を浴びようになってきた。ところが、不動産には公設の取引市場というものがなく、取引に関する市場情報も依然として不足しているという問題がある。従って、不動産価格や市場構造について検討するにしても、観察可能な限られた取引データのみを使用することが多く、結果として不動産価格におけるリスクの定量評価や一般的な測定は困難である。また、不動産市場特有の低流動性と観測者（鑑定者、売買当事者等）の評価バイアスのため、参照される取引価格データが、本来の不動産価値から大きくかい離したものである可能性もある。以上を背景として、本研究では不動産市場の構造と価格形成に関して、次に掲げる 3 つのテーマについて明らかにすることを目的とする。

(1) 一般不動産市場における登録価格と市場滞留期間が成約価格に与える影響分析 (第 3 章「中古マンション市場の構造分析」に対応)

(2) 不動産オークション市場における売買不成立情報に基づく流動性リスク分析 (第 4 章「不動産オークション市場の構造分析」に対応)

(3) オプション・アプローチによる REIT 価格からの不動産価値の推定と鑑定評価額との比較 (第 5 章「REIT 市場と実物市場の関連性分析」に対応)

まず、(1) については、住宅市場における売り手と買い手の交渉や戦略に関して、初期の登録価格と TOM (Time On Market: 市場滞留期間、売り手側が不動産売却の情報を流通システムに登録してから成約までの期間)、および成約価格の関係を分析している。一般に、不動産価格を分析する際、成約価格に焦点を当てることが多い。しかし、中古不動産の場合、初期登録価格の設定が、売り手側にとってどれだけ早く不動産を売却する必要があるかに依存することがあり、結果として成約価格も、登録価格の設定戦略や TOM の影響を受けている可能性がある。そこで本研究では、我が国の不動産市場の分析において、中古マンション取引の個票のトラック・データにより成約価格と登録価格および TOM の関連について考察し、初期の登録価格が高ければ、成約価格も高く、また TOM も長くなることを実証的に示した。

(2) については、(1) のテーマとは市場の構造が異なるものと考えられる競売市場を分析している。競売市場とは、売却基準価格の8割以上かつ最高入札価格を付けた入札者が落札する取引市場で、不売（売れ残り）であっても売却基準価格のデータが参照可能であるという特徴をもつ。本研究では、このような売れ残りに関するデータは、不動産における流動性リスクの測定や分析に重要な役割を果たすものと考え、2004年の法改正後の東京地方裁判所の入札者数も含めた大量データにより、基準価額、入札者数、落札価額の関連性について検証している。さらに、不売情報や取り下げ情報を取り入れることで、競売市場の価格形成に関する分析を行っている。

(3) については、J-REIT と呼ばれる不動産投資信託によってインプライされる不動産の資産価格を分析対象としている。ただし、J-REIT とは、投資対象を不動産等とする会社型の投資信託であり、不動産保有会社のエクイティ部分が通常の株式同様に上場取引されている証券である。本研究では、このような J-REIT の市場価格に対し、信用リスク計測モデルとして知られるマートン・モデルを適用することにより、J-REIT の保有する不動産の資産価値について分析している。具体的には、2001年9月から15カ月間の J-REIT のデータに対し、マートン・モデルがインプライする実物不動産価値を計算し、鑑定価額との比較により両者の差異を評価している。さらに一般の不動産市場では観察することが困難な資産ボラティリティについて検証している。

審 査 の 結 果 の 要 旨

本論文は、中古マンション市場、競売市場、J-REIT 市場を中心に、不動産市場に関して計量的な実証分析を行い、その特徴について明らかにしている。本研究が意図する大きなテーマの一つである、不動産市場の構造と価格形成に関しては、これまで市場取引価格（成約価格）のみに焦点が当たられることが多かった価格分析に対し、中古マンション市場や競売市場の特殊性に着目し、価格形成要因として、初期設定価格や TOM と呼ばれる市場滞留期間、競売市場の売却基準データや関連する不買データに関して分析を行った点については、新規性が高いものと考えられる。特に、十分な整備がされているとは言い難い不動産に関するデータを収集・整備し、これらを踏まえて我が国の不動産市場の分析に貢献をしている点は高く評価することができ、博士論文として合格の水準に達しているものであると判断することができる。

論文審査委員会による最終試験を平成 23 年 7 月 30 日に実施し、全員一致で合格と判定した。

よって、著者は、博士（経営学）の学位を受けるに十分な資格を有するものと認める。